



PREISFINDUNG

Reihe „Unternehmen verkaufen“ – Teil 2: Unternehmen bewerten

Lesedauer: 15 Minuten

Zahlreiche Vorüberlegungen zum Verkauf sind bereits getroffen und Gespräche mit Experten geführt – der Wunsch, das Unternehmen zu verkaufen, steht fest. Die Unternehmensbewertung beziehungsweise das Erzielen eines angemessenen Preises ist oft der entscheidende Fallstrick. Eine der Kernfragen ist nun: Was ist mein Unternehmen wert? Antworten auf diese und weitere Fragen finden Sie im zweiten Teil unserer *aspekte*-Reihe „Unternehmen verkaufen“.

Neben dem aktuellen Marktumfeld ist im Verkaufsprozess auch das Verhandlungsgeschick aller beteiligten Parteien von hoher Bedeutung. Um eine potentielle Preisspanne zu ermitteln, stehen Ist-Analysen und/oder Stärken-Schwächen-Chancen-Risiken-Analysen sowie Planungsanalysen zur Verfügung. Eine erste Richtung und realistische Vorstellung bereits frühzeitig vor Augen zu haben, ist auch für steuerliche und rechtliche Folgen von hoher Bedeutung. Dabei ist es wichtig zu wissen, ob und wenn ja, welche Maßnahmen noch vor dem Verkauf getroffen werden können, um den Wert des Unternehmens zu steigern.

»Es ist wichtig zu wissen, ob und wenn ja, welche Maßnahmen noch vor dem Verkauf selbst getroffen werden können, um den Wert des Unternehmens zu steigern.«

Persönliche Aspekte

Nachdem der Entschluss zum Verkauf gefasst ist, können konkrete Schritte in Richtung Veräußerung getan werden. Falls noch keine Beratung seitens steuerlicher und rechtlicher Aspekte besteht, sollte diese spätestens jetzt wahrgenommen werden. Neben externer Expertise kann der Geschäftsführer auch auf Erfahrung und Know-how des Inhabers und/oder Gesellschafters zurückgreifen. Sie können geeignete Hilfestellung bei den verschiedenen Perspektiven des Due Diligence-Prozesses leisten.

Im Rahmen einer *Due Diligence* durchleuchten Experten finanzielle, rechtliche und betriebliche Aspekte. Dabei ist grundsätzlich eine vom Käufer oder Verkäufer initiierte Prüfung zu unterscheiden. Letztere, als *Vendor Due Diligence* bezeichnet, bietet den Charme den Verkaufsprozess zu beschleunigen und bereits vor Transaktionsverhandlungen Schwachstellen aufzudecken, sodass wertsteigernde Maßnahmen eingeleitet werden können. Allerdings kann und wird diese eine Käufer-Due Diligence nie gänzlich ersetzen.

Des Weiteren sind bei der Bewertung grundsätzlich zwei Sichtweisen zu betrachten. Zum einen die des Eigentümers, der nicht nur klassische Sachwerte zur Bewertung heranzieht, sondern oft auch geleisteten Arbeitsaufwand und „Herzblut“. Insbesondere in Familienunternehmen ist dieser „Herzblutfaktor“ oftmals bedeu-

Berenberg *aspekte*-Reihe „Unternehmen verkaufen“

- Investorenrolle einnehmen 6
- Unternehmen übergeben 5
- Bedingungen verhandeln 4
- Verkaufsart wählen 3
- Unternehmen bewerten 2**
- Weg und Ziel definieren 1

In *aspekte* bereiten die Wealth-Management-Kompetenzzentren gemeinsam mit Netzwerkpartnern Themen auf, die für Sie relevant sind.
www.berenberg.de/unternehmer



Von Christoph Bregulla, Leiter Berenberg M&A Advisory und Anja Seyfried, CFA, Berenberg

► **Unternehmer**
Stiftungen
Family Offices



tend und schwierig zu bestimmen. Wie kann diese persönlich geprägte Ertragskraft überhaupt auf einen familienfremden Käufer übertragen werden und wird der Eigentümer dafür monetär entlohnt? In der Praxis lösen die Parteien den Interessenskonflikt beispielsweise mit fortführender unternehmerischer Beratung des Verkäufers. Zum anderen: Die Sicht des potentiellen Erwerbers, der eine reine Kosten-Nutzen-Analyse als Ausgangspunkt für Verhandlungen heranzieht.

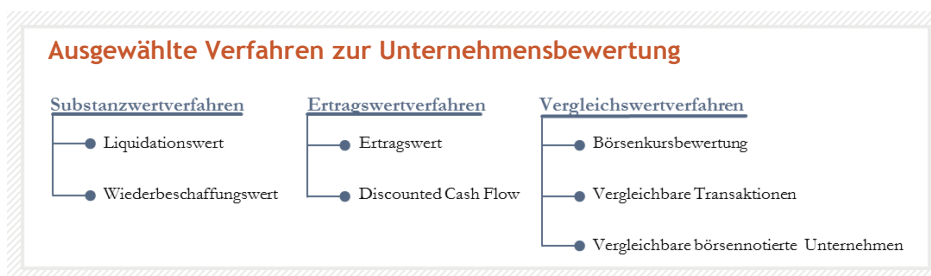
Im Verlauf eines Verkaufsprozesses ist es u.a. Ziel, Preisvorstellungen sowohl auf Käufer- als auch Verkäuferseite auf einen Nenner zu bringen und zu plausibilisieren. Hierbei spielt auch die Entscheidung für bestimmte Bewertungsverfahren eine nicht unwesentliche Rolle.

„Herzblutfaktor“ vs. Kosten-Nutzen-Analyse

Wirtschaftliche Aspekte

Die Ergebnisse einer Unternehmensbewertung unterscheiden sich stark nach dem verwendeten Verfahren und sollten lediglich als Richtwert gesehen werden, von dem der endgültige Preis abweichen kann. Insbesondere die Bewertung immaterieller Vermögensgegenstände, wie z.B. des Know-hows, stellt eine der größten Schwierigkeit dar. Eine Quantifizierung ist nur sehr schemenhaft möglich.

Grob sind *Substanzwertorientierte Verfahren*, *Ertragswertorientierte Verfahren* und *Vergleichswertorientierte Verfahren* zu unterscheiden. Alle haben jedoch den Fokus, das Unternehmen auf die Fähigkeit entziehbare finanzielle Überschüsse zu erwirtschaften, zu bewerten und demnach rein finanzielle Ziele des Investors zu betrachten.



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Timmreck, C. (2003). Unternehmensbewertung bei Mergers & Acquisitions.

Wie bereits aus dem Namen ersichtlich, nehmen *Substanzwertverfahren* den Liquidations- bzw. Wiederbeschaffungswert des Unternehmens als Basis für die Bewertung. Da dieser Ansatz von einer Zerschlagung oder dem Nachbau ausgeht, eignet er sich weniger als Mittel zur Wertermittlung, da er dem eigentlichen Gedanken, der Weiterführung des Unternehmens, widerspricht. Das Ergebnis dieses in der Praxis nicht häufig angewendeten Verfahrens kann als Wertuntergrenze gesehen werden.

Substanzwertverfahren

Ertragswertverfahren stellen das ‚Going-Concern-Prinzip‘, sprich die Fortführung eines Unternehmens, in den Fokus. Welche künftigen Zahlungsströme stehen dem potentiellen Käufer zur Verfügung? Um diese Frage zu beantworten, werden zukünftige Überschüsse geschätzt und durch einen risikoadjustierten Diskontierungssatz auf ihren Barwert zum Zeitpunkt der Bewertung abgezinst. Eine wesentliche Grundlage für diese Bewertungsmethode stellt also die Planung bzw. Planbarkeit der zukünftigen finanziellen Überschüsse dar. Mithilfe dieses vergleichbaren Ergebnisses kann der Investor alternative Investitionsmöglichkeiten heranziehen und

Ertragswertverfahren



anhand derer eine Entscheidung treffen. Da es sich bei allen Größen um Näherungswerte handelt, liegen die Schwachstellen im Model selbst. Somit ist das Ergebnis nur so gut wie seine Parameter. Zudem liegt in der Natur der Diskontierung eine Übergewichtung zukünftiger Risiken zu entsprechenden Chancen, sodass dem Investor automatisch eine Risikoaversion unterstellt wird.

Das *Vergleichswertverfahren* objektiviert das Ergebnis verschiedenster Kennzahlen durch Hinzunahme zukünftiger prognostizierter Analystenschätzungen. Hierzu gehört vor allem die Anwendung von Ergebnismultiplikatoren sowie von umsatzorientierten Multiplikatoren. Aufgrund ihrer einfachen Handhabung und des geringen Zeitaufwandes kommen diese Verfahren häufig in der Praxis zum Einsatz. Trotz all ihrer Vorzüge weisen auch diese Verfahren Schwächen, wie beispielsweise die Problematik der Erhebung vergleichbarer Daten auf. Außerdem leidet die Bewertungsgenauigkeit unter äußeren Umständen, wie unvollkommenen Märkten und deren Ineffizienzen. Letztere zeigen sich besonders bei der Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen, da die Publikationspflichten niedriger als bei börsennotierten Gesellschaften sind.

Vergleichswertverfahren

Es wird deutlich, dass die zuvor dargestellten Bewertungsmethoden und der daraus abgeleitete Kaufpreis darauf basieren, dass bezüglich der zukünftig geplanten Ergebnisse grundsätzliche Übereinkunft zwischen den Parteien besteht. Leider sieht die Realität so aus, dass bereits auf dieser Ebene Vorstellungen deutlich auseinanderlaufen können. Es haben sich daher sogenannte Earn-Out-Vereinbarungen durchgesetzt. Dabei handelt es sich um eine variable, ergebnisabhängige Kaufpreiskomponente. Während für den Käufer ein Earn-Out grundsätzlich das Risiko eines überhöhten Kaufpreises reduziert, kann der Verkäufer an zukünftigen Erfolgen weiter partizipieren. Verbunden wird diese Regelung typischerweise mit einer temporären Bindung des Verkäufers an das Unternehmen.

Steuerliche Aspekte

Einkommenssteuerliche Facetten richten sich stark nach der Rechtsform des zu verkaufenden Unternehmens (Einzelunternehmen, Personengesellschaften mit beschränkter Haftung oder Kapitalgesellschaften) und der gewählten Verkaufsart.¹ Veräußerungen von Betrieben in der Rechtsform des Einzelunternehmens und von Anteilen an Personengesellschaften unterliegen auf Ebene der natürlichen Person grundsätzlich der Einkommensteuer. Bei Kapitalgesellschaften hingegen hängen die steuerlichen Folgen davon ab, ob die Anteile durch eine natürliche Person oder Kapitalgesellschaft gehalten werden. Da eine einmal gewählte Rechtsform nicht statisch ist, ergeben sich bereits vor einem Unternehmensverkauf nicht unwesentliche und steuerlich wirksame Gestaltungsmöglichkeiten. Diese sollten unbedingt frühzeitig mit einem Steuerberater evaluiert werden. In Anbetracht der im Steuerrecht je nach Gestaltungsform häufig anzutreffende Behaltensvorschriften über lange Zeiträume wird dies noch entscheidender.

Einkommenssteuer

Im Laufe des Veräußerungsprozesses kommt es in der Regel zu einer Tax Due Diligence. Ziel dieser ist es insbesondere, entstandene oder durch die Veräußerung entstehende Risiken aus Steuersachverhalten für den Erwerber zu ermitteln.

Tax Due Diligence

¹ Siehe „Teil 3: Verkaufsart wählen“ in unserer *aspekte*-Reihe „Unternehmen verkaufen“.



Rechtliche Aspekte

Im Rahmen eines Verkaufsprozesses und insbesondere bei den Verhandlungen zum Kaufvertrag (dem Hauptdokument bei einem Unternehmenskauf) gibt es verschiedene rechtliche Aspekte zu beachten. Diese rechtlichen Aspekte sind auch von erheblicher Bedeutung für den Verkäufer, da es für ihn häufig keine sofortige „Trennung“ vom Unternehmen gibt, beispielsweise halten Haftungsvorschriften, Garantien und auch Freistellungsklauseln den Verkäufer noch über den Zeitpunkt des Vollzugs des Kaufvertrages in der Pflicht. Im Folgenden sind einige ausgewählte Themen, die bedacht werden sollten.

Obwohl *Geheimhaltung* selbstverständlich sein sollte, besteht für den Kaufprozess generell und für alle entsprechenden Vereinbarungen und Unterlagen, die im Rahmen eines solchen Kaufprozesses unter den Beteiligten ausgetauscht werden, ein besonderes Bedürfnis zur Vertraulichkeit aus sowohl rechtlichen als auch psychologischen Gründen – sie schafft Vertrauen unter den Beteiligten und vermeidet beispielsweise ein Brodeln der Gerüchteküche. Ein Kaufinteressent, der sensible Informationen zum Unternehmen im Laufe des Kaufprozesses erhält, hat diese geheim zu halten. Gleiches gilt für Bonitätsinformationen des Käufers, die dem Verkäufer vorab mitgeteilt werden. Ebenso sind ausdrückliche Regelungen bei der Einbeziehung Dritter zu treffen.

Generell ist weiterhin zu klären, ob und wo der Verkäufer eine ähnliche oder mit der Unternehmenstätigkeit des zu verkaufenden Unternehmens vergleichbare Tätigkeit aufnehmen darf. Hierfür werden *Konkurrenz-* bzw. *Wettbewerbsklauseln* im Kaufvertrag festgehalten.

Des Weiteren werden für Risiken, deren Realisierung zum Zeitpunkt des Verkaufes noch nicht sicher war und somit nicht in einem Kaufpreisabschlag deutlich wurde, *Garantien* geschlossen. So verlangt der Käufer eine Haftung des Verkäufers auf vereinbarte Unternehmenseigenschaften.

Freistellungen bilden ebenfalls eine Absicherungsstrategie gegen Risiken. Diese Sachverhalte sind eindeutig dem Verkäufer zuzuordnen. Beispielsweise stellt die bereits im ersten Teil der *aspekte*-Reihe „Unternehmen verkaufen“ beschriebene steuerliche Nachzahlungspflicht des Verkäufers den Käufer frei.

Um alle steuerlichen und rechtlichen Aspekte zu erfassen, ist die fachliche Beratung durch Experten unabdingbar. Wie geht es danach weiter? Im dritten Teil unserer *aspekte*-Reihe „Unternehmen verkaufen“ finden Sie Informationen zur Auswahl der Verkaufsart.

Geheimhaltung/Vertraulichkeit

Konkurrenz-/Wettbewerbsklausel

Garantieklausel

Freistellungsklausel



Literatur

Deutsche Unternehmensbörse (Hrsg.) (2010). Unternehmensverkauf: Ohne den Verkäufer geht nichts. In https://www.dub.de/fileadmin/redakteure/Newsletter/DUB_Newsletter_Nr.31.12.pdf, Zugriff am 20.04.2017.

o.V. (2016). Die Unternehmensverkauf-Beratung als hilfreiche Unterstützung. In <http://unternehmen.handelsblatt.com/unternehmensverkauf-beratung.html>, Zugriff am 10.04.2017.

Kaserer, C. (2010). Studie zu Unternehmensverkäufen der TU München, 2010. Nach Prof. Dr. Christoph Kaserer, zitiert in Deutsche Unternehmensbörse (Hrsg.). In: https://www.dub.de/fileadmin/redakteure/Newsletter/DUB_Newsletter_Nr.31.12.pdf, Zugriff am 18.05.2017.

Thiäner, F. und Rodorff, C. (2009). Haftung beim Unternehmenskauf - Transaktionsanwälte im Verhandlungsprozess. In <https://www.pplaw.com/sites/default/files/downloads/frt-cr-2009-haftungs-beim-u-kauf.pdf>, Zugriff am 25.04.2017.

Trappmaier, B. (2015). 10 Gründe, mein Unternehmen zu verkaufen. In <https://berndtrappmaier.wordpress.com/2015/10/05/10-gruende-mein-unternehmen-zu-verkaufen/>, Zugriff am 08.04.2017.

Tryffel Unternehmenstransaktionen Wachstumskonzepte und tryffel Rechtsberatung für Unternehmer (2013). Leitfaden für den Unternehmensverkauf. Version 1.1. Schüttorf.

Werner, J. und Pöschl, A. (2012). Strategische und organisatorische Erfolgsfaktoren einer Integration von Unternehmen im Rahmen eines Unternehmenskaufs. Zeitschrift für Familienunternehmen und Strategie, Ausg. 1/2012, S. 3-7.

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Werbemittelung der Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG und nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 34b Absatz 1 WpHG. Als Werbemittelung genügt dieses Dokument nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Es ersetzt keine rechtliche, steuerliche oder finanzielle Beratung. Die gemachten Angaben wurden nicht durch eine außenstehende Partei, insbesondere eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, geprüft. Alle Aussagen basieren auf allgemein zugänglichen Quellen, die wir für vertrauenswürdig halten. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit sämtlicher Angaben übernehmen wir dennoch keine Gewähr. Wir weisen ausdrücklich auf den angegebenen Bearbeitungsstand hin. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Präsentation zu erstellen. Für den Eintritt der in diesem Dokument enthaltenen Prognosen oder sonstigen Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse übernehmen wir keine Haftung. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung. Die gewerbliche Nutzung in Form eines Nachdrucks, der – auch teilweisen – Vervielfältigung sowie der Weitergabe der Studie ist ohne unsere ausdrückliche schriftliche Genehmigung nicht gestattet. Stand: August 2017.



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900
www.berenberg.de
info@berenberg.de